

**MCK: PET (HSX)**

**TỔNG CTCP DỊCH VỤ TỔNG HỢP DẦU KHÍ**

**MUA TRUNG HẠN**

**PHÂN PHỐI - BÁN LẺ**

**ĐỊNH GIÁ 25.000**

**Chuyên viên: Nguyễn Thị Phương Lam**

**Email: lam.ntp@vdsc.com.vn**

**ĐT: 08 6299 2006 – Ext 318**

**Chỉ tiêu cơ bản**

Giá (ngày 29/8/13) (VND)	19.900
Giá cao nhất (52 tuần) (VND)	25.500
Giá thấp nhất (52 tuần) (VND)	10.600
Số CP đang lưu hành	69.842.000
KLGBQ/phiên (10 phiên gần nhất)	534.906
Vốn hóa thị trường (tỷ VND)	1.390
Trailing P/E (x)	8,0
Forward P/E (x)	6,36
P/BV (BV 31/12/12) (x)	1,12

**Đồ thị giá 52 tuần**



Nguồn: HSX

Trên cơ sở những giả định và ước tính thận trọng, EPS năm 2013 của PET được dự báo sẽ vào khoảng 3.143 đồng/cp, tương đương mức forward P/E 6,4 lần. Giá trị ước tính PET vào khoảng **25.000 đồng/cp**, tương ứng với mức vốn hóa 1.744 tỷ đồng, cao hơn giá tham chiếu ngày 29/08 khoảng 29%. Với nhận định khả quan về nền tảng cơ bản của PET, chúng tôi đưa ra khuyến nghị **MUA** cho mục tiêu đầu tư **TRUNG HẠN**.

Chúng tôi đánh giá cao khả năng tăng trưởng trong dài hạn của PET do:

- PET đang có lượng tiền mặt dồi dào, hơn 1.300 tỷ đồng tại thời điểm 30/06/2013. Trong điều kiện kinh tế hiện tại, lợi thế này sẽ giúp PET có thể linh hoạt và không bỏ lỡ các cơ hội đầu tư mới.
- Bắt tay hợp tác với Samsung, tập đoàn sản xuất không chỉ điện thoại di động mà còn nhiều sản phẩm công nghệ thông tin (SP CNTT) khác sẽ tạo điều kiện cho PET mở rộng và phát triển hoạt động kinh doanh cốt lõi với SP CNTT là nòng cốt.
- Từ quý III/2013 PET được nhận chuyển giao thêm 15% thị phần phân phối sản phẩm Samsung trên thị trường Việt Nam từ nhà sản xuất này, nâng vị thế của PET trên lĩnh vực phân phối SP CNTT, đặc biệt là sản phẩm của Samsung.
- Bất chấp điều kiện kinh tế khó khăn, PET vẫn đều đặn duy trì trả cổ tức bằng tiền trong năm năm vừa qua (mức cổ tức thấp nhất là 16%).

Năm 2013, dự báo đạt doanh thu 11.856 tỷ đồng và LNTT đạt 377 tỷ đồng. Do lợi ích cổ đông thiểu số tăng, LNST ước đạt 219,5 tỷ đồng, tăng 17% so với năm 2012 và EPS dự phóng khoảng 3.143 đồng/cp.

Chúng tôi muốn lưu ý ĐĐT là sản phẩm kinh doanh của doanh nghiệp phụ thuộc khá lớn vào xu hướng phục hồi của nền kinh tế. Trường hợp sức cầu của nền kinh tế không như kỳ vọng của chúng tôi, KQKD của PET có thể không đạt được mức dự phóng. Trường hợp ngược lại, kết quả kinh doanh của PET có thể bùng nổ tốt hơn, do sản phẩm phân phối chủ lực (Samsung) đang có sức tăng trưởng tốt trên thị trường thế giới nói chung và Việt Nam nói riêng.

(\*) Giá dự phóng chưa bao gồm định giá dự án BĐS Thanh Đa, do doanh nghiệp tạm ngừng dự án cho đến khi thị trường BĐS hồi phục.

**Các chỉ tiêu tài chính cơ bản**

Đv: tỷ đồng	2011A	2012A	6T2013	2013E	KH2013
Doanh thu	10.321	10.154	5.464	11.856	9.000
Lợi nhuận trước thuế	407	306	155	375	240
Lợi nhuận sau thuế	285	188	93	219	180
Vốn điều lệ	698	698	698	698	
Vốn chủ sở hữu	1.212	1.241	1.266	1.339	
Tổng tài sản	4.110	4.267	4.696	4.736	
Net Margin (%)	2,8%	1,8%	-	1,8%	
ROE (%)	24,2%	17,1%	-	20,7%	
ROA (%)	6,9%	4,4%	-	4,6%	
Nợ vay/TTS	68,3%	68,3%	-	69,7%	
EPS (VND)	4.107	2.720	-	3.129	
Giá trị sổ sách (VND)	17.357	17.772	-	19.179	
Tỷ lệ cổ tức (%)	18,0%	16,0%	-	17,0%	17,0%

Nguồn: BCTC PET, RongViet Securities tổng hợp

**TỔNG CTCP DỊCH VỤ TỔNG HỢP DẦU KHÍ**

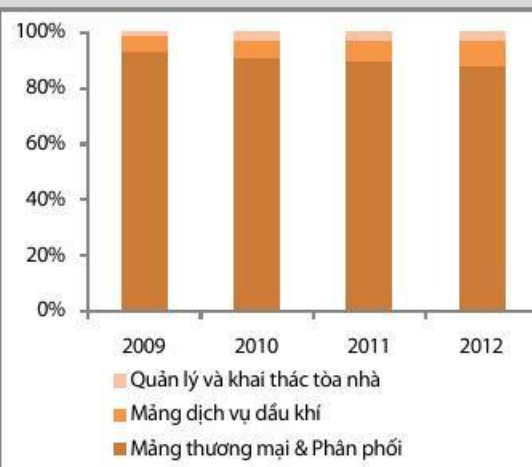
Lầu 6, tòa nhà Petro VietNam, Số 1-5 Lê Duẩn, phường Bến Nghé, Quận 1, TP. HCM

ĐT: (84391).17777

Fax: (84391).16789

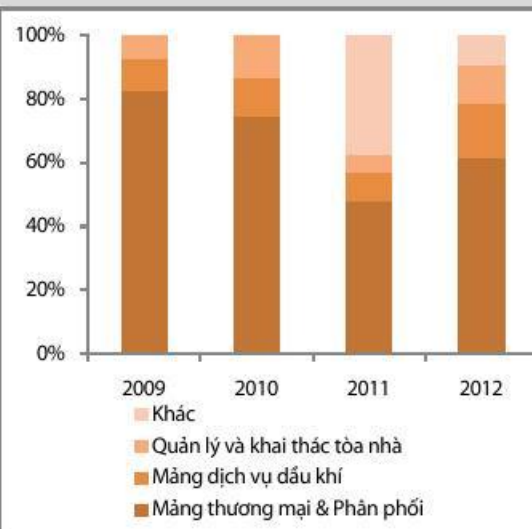
Website: [www.petrosetco.com.vn](http://www.petrosetco.com.vn)

**Cơ cấu doanh thu PET (2009 - 2012)**



Nguồn: PET, Rongviet Securities tổng hợp

**Cơ cấu lợi nhuận trước thuế PET (2009 - 2012)**



Nguồn: PET, Rongviet Securities tổng hợp

**Cập nhật hoạt động kinh doanh 6T2013**

**Sức tiêu thụ điện thoại thông minh Samsung Galaxy S4 không đạt kỳ vọng, doanh thu quý II chỉ đạt 2.711 tỷ đồng, giảm 1,5% so với quý I/2013 và giảm 5,5% so với cùng kỳ năm 2012.** Mặc dù vậy, ngoại trừ sự sụt giảm ở mảng phân phối sản phẩm công nghệ thông tin, các hoạt động kinh doanh khác của PET vẫn duy trì được sự tăng trưởng ổn định so với các năm trước. Ngoài ra, nhờ đóng góp của các hợp đồng cung cấp thiết bị dầu khí cho các đơn vị thành viên Tập đoàn trong quý I/2013, tổng doanh thu sáu tháng đầu năm vẫn có sự tăng trưởng so với cùng kỳ. Theo đó, 6T2013 doanh thu thuần đạt hơn 5.464 tỷ đồng, ước tăng khoảng 5% so với cùng kỳ năm 2012.

**Biên lãi gộp giảm từ mức 7,8% của 1H2012 xuống còn 6,6% trong 1H2013.** Tác động chủ yếu từ sự sụt giảm biên lãi gộp này có nguyên nhân do biến động trong cơ cấu doanh thu quý I/2013. Trong khi tổng cấu suy yếu ảnh hưởng mạnh đến lĩnh vực phân phối bán lẻ nói chung và điện thoại nói riêng, việc phân phối dòng điện thoại thông minh (đặc biệt là các sản phẩm như Galaxy S3 và Note của Samsung) càng gặp nhiều khó khăn. Do vậy, trong quý I, mảng phân phối sản phẩm công nghệ thông tin có đóng góp không đạt kỳ vọng vào tổng doanh thu của PET. Thay vào đó, một số hợp đồng cung cấp thiết bị dầu khí đã mang lại doanh thu lớn cho Petrosetco. Tuy nhiên, do đây là các hợp đồng cung cấp vật tư thiết bị cho các doanh nghiệp trong tập đoàn dầu khí, biên lãi gộp của mảng này đạt chưa đến 1% và ảnh hưởng đến biên lãi gộp chung. Biên lãi gộp trung bình trong quý I chỉ đạt 6%. Sang quý II, mặc dù doanh thu sụt giảm nhẹ, sự tăng trưởng doanh thu nhanh ở nhóm linh kiện điện tử và mức chiết khấu từ phân phối điện thoại tăng (nhờ doanh thu tăng), biên lãi gộp quý II tăng lên 7,2%, cao hơn một chút so với biên lãi gộp của quý II/2012. Bình quân 6T2013, biên lãi gộp là 6,6%.

**Thu nhập tài chính tăng 93% so với cùng kỳ, nhờ đóng góp từ lãi tiền gửi và thoái vốn ở công ty con.** Tính tại thời điểm 30/06, tiền và các khoản tương đương tiền năm 2013 của PET tăng gấp đôi so với năm 2012. Do vậy, mặc dù lãi suất huy động đã liên tục giảm trong một năm qua, thu nhập từ lãi tiền gửi 6T2013 đã tăng hơn gấp ba lần so với 6T2012. Ngoài ra, trong quý II/2013, PET cũng đã hoàn tất thoái vốn tại Petro Hà Nội, công ty con do PET nắm giữ 100% vốn, và ước mang về cho PET khoản lợi nhuận xấp xỉ 7 tỷ đồng.

**Rủi ro tỷ giá và lãi suất vay giảm giúp giảm chi phí tài chính.** Một trong những thuận lợi lớn khi PET chuyển từ phân phối sản phẩm Nokia sang Samsung là giúp doanh nghiệp giảm rủi ro tỷ giá. Samsung đã có nhà máy tại Bắc Ninh và theo điều khoản hợp đồng, đồng tiền được sử dụng thanh toán là Việt Nam đồng. Điều khoản này giúp PET giảm đáng kể lỗ từ chênh lệch tỷ giá. Bên cạnh đó, nhờ xu hướng lãi suất vay giảm trong thời gian vừa qua, chi phí lãi vay của PET đã giảm khoảng 13% so với cùng kỳ.

Tính chung sáu tháng đầu năm 2013, lỗ từ hoạt động tài chính của PET là xấp xỉ 16 tỷ đồng, trong khi lỗ trong cùng kỳ là xấp xỉ 47 tỷ đồng.

**Nhờ khoản thu từ hoạt động tài chính, tổng lợi nhuận trước thuế tăng nhẹ so với cùng kỳ.** Theo đó, bất chấp biên lãi gộp sụt giảm mạnh, LNTT sáu tháng đầu năm 2013 của PET đạt xấp xỉ 155 tỷ đồng, tăng 2% so với 6T2012.

**Lợi nhuận sau thuế của cổ đông công ty mẹ giảm so với cùng kỳ do lợi ích cổ đông thiểu số tăng.** Quý II/2013, PSD, Công ty con có đóng góp chính trong doanh thu của PET, đã phát hành riêng lẻ cổ phiếu cho 29 cán bộ công nhân viên, tăng

vốn điều lệ từ 120 tỷ đồng lên 142,23 tỷ đồng và thực hiện niêm yết lên sàn chứng khoán Hà Nội. Với hơn 22 tỷ đồng vốn điều lệ tăng thêm của PSD, tỷ lệ nắm giữ PSD của PET bị pha loãng từ mức hơn 95% xuống còn xấp xỉ 80%, lợi ích cổ đông thiểu số tăng mạnh từ quý II/2013. Do vậy, mặc dù lợi nhuận trước thuế tăng 2%, lợi nhuận sau thuế 6T2013 của cổ đông công ty mẹ giảm nhẹ 3% so với cùng kỳ và hơn 93 tỷ đồng. EPS 6 tháng đạt 1.351 đồng/cổ phiếu.

**Dự báo kết quả kinh doanh 2013**

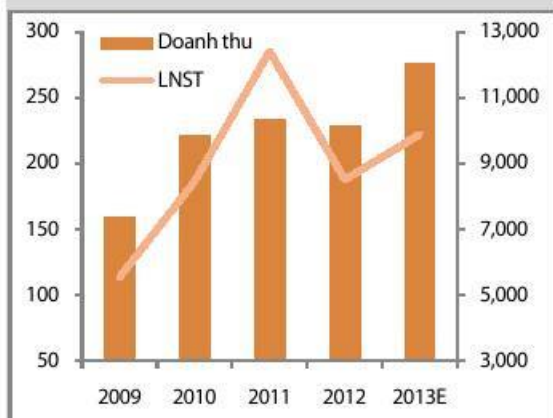
**Hợp đồng tái ký với Samsung: thị phần phân phối tăng và thêm chủng loại linh kiện được phân phối.** Cuối quý II/2013, PET đã ký lại hợp đồng phân phối sản phẩm điện thoại và linh kiện điện tử với Samsung. Điều khoản hợp đồng tái ký lần này mang lại nhiều lợi điểm cho PET, gồm: (1) Samsung chỉ giữ lại 5 chuỗi đại lý lớn và chuyển giao 15 đại lý còn lại cho PET. Với 15 đại lý nhận chuyển giao này, thị phần phân phối sản phẩm Samsung tại Việt Nam của PET được nâng lên 60%, bắt đầu từ quý III/2013; (2) Bên cạnh việc nhận chuyển giao các đại lý từ Samsung, trong hợp đồng tái ký, PET cũng được phân phối thêm một số mặt hàng linh kiện điện tử khác của Samsung. Như vậy, cho đến thời điểm hiện tại, ngoại trừ sản phẩm tivi của Samsung chưa được phân phối, PET đã được phân phối hầu như toàn bộ sản phẩm của nhà sản xuất này, trong đó được độc quyền phân phối một số sản phẩm như màn hình LCD, camera...

**Dư tiền mặt cao, PET có thể tìm kiếm cơ hội đầu tư mới.** Tiền và các khoản tương đương tiền đến thời điểm 30/06/2013 của PET đạt xấp xỉ 1.307 tỷ đồng với 80% là tiền gửi kỳ hạn dưới 3 tháng, một con số đáng mơ ước trong điều kiện kinh tế hiện tại. Trong khi đó, tỷ lệ nợ vay của PET cũng ở mức cao, tổng nợ chiếm khoảng 67,2% tổng nguồn vốn và hơn 60% nợ vay là nợ ngắn hạn. Chúng tôi được biết, sở dĩ PET duy trì tỷ lệ vay cao trong khi nguồn tiền mặt dồi dào là do Công ty đang được vay với lãi suất khá thấp so với lãi suất tiền gửi, khoảng trên dưới 6%. Bên cạnh việc giữ tiền để hưởng chênh lệch lãi suất, PET cũng đang tìm kiếm các kênh đầu tư mới mang lại suất sinh lợi cao hơn. Theo thông tin riêng của chúng tôi, PET đang trong quá trình thương thảo hợp đồng với một nhà cung cấp mới liên quan đến thiết bị điện tử. Đây có vẻ là sản phẩm được kỳ vọng sẽ mang lại tỷ suất sinh lợi cao song chưa đóng góp nhiều trong năm 2013. Chúng tôi kỳ vọng PET sẽ có công bố chi tiết về sự hợp tác này trong khoảng đầu tháng 9/2013.

**Hoàn tất thoái vốn tại Công ty con và Công ty liên kết theo kế hoạch năm 2013.** Theo đó, trong quý II/2013, PET đã hoàn tất chuyển giao Petro Hà Nội, công ty con 100% thuộc sở hữu của PET, cho Tập đoàn dầu khí. Giữa quý III/2013, việc thoái vốn tại công ty liên kết PV-Building (PET sở hữu 30%) cũng đã được hoàn tất.

**Cập nhật dự án Petrosetco SSG Tower - Thanh Đa.** Theo thiết kế ban đầu, đây là khu phức hợp bao gồm nhà ở, căn hộ kết hợp dịch vụ thương mại với tổng vốn đầu tư khoảng 1.400 tỷ đồng, do PET liên doanh với CTCP Tập đoàn SSG để thực hiện đầu tư xây dựng và khai thác (liên doanh PSSSG). Trong liên doanh PSSSG, PET sở hữu 51% vốn cổ phần và góp vốn bằng quyền sử dụng đất và các chi phí liên quan. Dự án có tổng diện tích đất 19.592 m<sup>2</sup>, 521 căn hộ với tổng diện tích sàn kinh doanh 105.000 m<sup>2</sup>. Cập nhật về tiến độ của dự án, được biết các thủ tục để triển khai xây dựng đã hoàn tất song thiết kế dự án cũng đồng thời có thay đổi so với ban đầu. Theo đó, từ tháng 4/2013, Petrosetco SSG Tower được đổi tên thành Cape Pearl với 2 tòa tháp căn hộ cao 39 tầng và bên dưới là 20 căn villa biệt thự sát bờ sông. Thông tin mới nhất chúng tôi được biết, PSSSG sẽ bán toàn bộ 20 nền villa biệt thự, và tiến hành xây dựng 2 tòa tháp căn hộ cao cấp khi thị trường BĐS có dấu

**Doanh thu và LNST giai đoạn 2009-2013E (tỷ VND)**



Nguồn: DHG, Rongviet Securities tổng hợp

hiệu sôi động trở lại. Do đó, chúng tôi không đưa dự án BĐS này vào mô hình định giá hiện tại.

**PET hoàn toàn có khả năng vượt kế hoạch kinh doanh năm 2013 do doanh nghiệp thường đặt kế hoạch một cách thận trọng và ở mức thấp.**

**Doanh thu** – 6T2013, PET đã hoàn thành 61% kế hoạch doanh thu. Mặc dù có đóng góp lớn từ một số hợp đồng cung cấp vật tư thiết bị dầu khí trong quý I, biên lợi nhuận gộp tăng lên trong quý II cũng phản ánh sự tăng trưởng doanh thu trở lại ở nhóm sản phẩm CNTT. Ngoài ra, với một số nhân tố tác động trong 6T cuối năm, chúng tôi đánh giá PET sẽ vượt kế hoạch doanh thu của năm 2013.

Nhân tố đầu tiên chúng tôi muốn đề cập ở đây là đặc tính mùa vụ. Các sản phẩm công nghệ thông tin, đặc biệt là điện thoại và máy tính xách tay sẽ được tiêu thụ nhiều hơn trong hai quý cuối năm. Qua trao đổi thông tin với doanh nghiệp, chúng tôi dự tính doanh thu từ bán điện thoại và laptop trong quý III/2013 sẽ tăng khoảng 30% so với cùng kỳ. Nhân tố thứ hai là nhờ gia tăng thị phần phân phối sản phẩm Samsung và phân phối thêm các mặt hàng linh kiện điện tử khác sẽ giúp doanh nghiệp gia tăng nguồn thu. Sau khi nhận chuyển nhượng 15 đại lý từ Samsung, thị phần phân phối sản phẩm Samsung tại thị trường Việt Nam của PET đã tăng lên ~60%. Với doanh số khoảng 1.800 tỷ đồng từ phân phối sản phẩm Samsung trong 6 tháng đầu năm, có thể thấy việc tăng thêm 15% thị phần hoàn toàn có thể giúp PET đạt được mức doanh thu theo kế hoạch đặt ra đối với riêng sản phẩm của nhà sản xuất này là khoảng 4.500 tỷ đồng. Đối với phân phối sản phẩm IT và các linh kiện điện tử khác (bao gồm Laptop và điện thoại của thuộc các thương hiệu khác) dự kiến doanh thu sẽ đạt khoảng 1.800 tỷ đồng. Như vậy, chỉ tính riêng mảng phân phối SP CNTT, doanh thu năm 2013 ước đạt 7.400 tỷ đồng, tăng 24% so với năm 2012.

Ngoại trừ những biến động mới từ phân phối sản phẩm CNTT, các hoạt động kinh doanh khác của PET dự kiến sẽ duy trì được mức ổn định so với năm 2012.

Ước tính sáu tháng cuối năm, doanh thu sẽ đạt khoảng 6.278,4 tỷ đồng và doanh thu cho cả năm 2013 vào khoảng 11.856 tỷ đồng. Mức doanh thu này cao hơn năm 2012 khoảng 16,8% và cao hơn kế hoạch 2013 khoảng 32%.

**Lợi nhuận gộp** – Kỳ vọng biên lợi nhuận 2 quý cuối năm sẽ hồi phục trở lại, biên lợi nhuận trung bình cho cả năm dự kiến tương đương mức trung bình của năm 2012 nhờ mở rộng phân phối các sản phẩm linh kiện điện tử và doanh số bán điện thoại tăng. Trong cơ cấu doanh thu của PET, tăng trưởng doanh thu từ phân phối các linh kiện điện tử đang tăng trưởng một cách nhanh chóng nhờ doanh nghiệp tích cực chủ động tìm thêm nhà cung cấp và đa dạng hóa chủng loại. Đây cũng là nhóm có biên lợi nhuận cao hơn so với nhóm điện thoại và máy tính xách tay. Ngoài ra, do đặc điểm mùa vụ, doanh thu bán điện thoại sẽ tăng mạnh trong nửa cuối năm. Sự gia tăng doanh thu đồng thời giúp PET nhận được mức chiết khấu cao hơn từ nhà sản xuất, giúp cải thiện biên lợi nhuận gộp. Quan sát của chúng tôi nhận thấy, biên lợi nhuận gộp trong quý II đã tăng trở lại và xấp xỉ mức cùng kỳ năm 2012. Trong hai quý cuối năm, chúng tôi kỳ vọng xu hướng này vẫn được duy trì và ước tính biên lãi gộp năm nay sẽ giữ được ở mức 7,5%.

**Chi phí bán hàng** – Tỷ lệ CPBH/DT bình quân trong sáu tháng đầu năm là 1,8% do chi phí trong quý I thấp (1,5%). Mặc dù vậy, khả năng tỷ lệ này sẽ tăng lên trong 2 quý cuối năm, khi hoạt động bán hàng sôi động trở lại. Dự báo tỷ lệ này cho cả năm 2013 là 2%.

**Chi phí quản lý doanh nghiệp** – Tỷ lệ CPQL/DT bình quân cho cả năm 2013 dự kiến khoảng 2,15%, tương đương năm 2012.

**Doanh thu tài chính** - Trong quý III/2013, PET đã hoàn tất thoái vốn tại PV - Building. Do tỷ lệ sở hữu của PET ở PV - Building chỉ khoảng 30%, thu nhập từ việc thoái vốn này không cao, chúng tôi dự kiến đạt khoảng 1,5 - ~2 tỷ đồng lợi nhuận. Trong khi đó, với lượng tiền mặt lớn như hiện tại, kỳ vọng thu nhập từ lãi tiền gửi sẽ tiếp tục là khoản thu tài chính lớn cho doanh nghiệp. Chúng tôi giả định tiền mặt của PET sẽ chưa giảm nhiều so với hai quý đầu năm và dự phóng thu nhập lãi tiền gửi trong quý III và quý IV sẽ đạt mức tương đương quý II. Theo đó, ước tính doanh thu tài chính cả năm 2013 đạt hơn 87,5 tỷ đồng.

**Chi phí tài chính** – Đến thời điểm 30/06/2013, nợ vay dài hạn chỉ chiếm khoảng 1,4% trong khi nợ vay ngắn hạn chiếm hơn 63% tổng nợ phải trả của doanh nghiệp. Tuy nhiên, với lợi thế về khả năng thương thảo các mức lãi suất ưu đãi hơn so với mặt bằng lãi suất chung, PET chưa có ý định thay đổi cấu trúc vốn hiện tại. Do đó, trong hai quý cuối năm, chi phí tài chính phát sinh sẽ liên quan chủ yếu đến việc chi trả lãi vay ngắn hạn. Chúng tôi dự kiến chi phí lãi vay năm 2013 sẽ chiếm khoảng 0,9% doanh thu thuần và chiếm khoảng 0,78% chi phí tài chính của doanh nghiệp. Chi phí tài chính năm 2013 ước khoảng 136,8 tỷ đồng.

Như vậy, dự kiến năm nay PET sẽ chịu lỗ khoảng 49,3 tỷ đồng từ hoạt động tài chính, giảm 24% so với năm 2012.

**Lợi nhuận sau thuế** – Với các dự phóng như trên, lợi nhuận trước thuế năm 2013 ước tính đạt xấp xỉ 375 tỷ đồng, tăng 22,5% so với năm 2012. Tuy nhiên, từ quý II/2013, lợi ích cổ đông thiểu số đã tăng mạnh do tỷ lệ sở hữu cổ phần của PET tại PSD bị pha loãng còn 80%. Lợi ích cổ đông thiểu số bình quân năm 2013 dự kiến chiếm khoảng 21% lợi nhuận sau thuế của công ty, lợi nhuận sau thuế của cổ đông công ty mẹ dự báo chỉ còn 218,6 tỷ đồng, tăng 16,4% so với năm 2012. EPS tương ứng đạt 3.129 đồng/cp.

**Định giá**

Người phân tích sử dụng phương pháp FCFF và P/E để định giá PET.

Hệ số P/E được tham chiếu từ trung bình ngành Hàng điện tử và ngành Phân phối hàng chuyên dụng với trailing P/E trung bình của hai ngành này hiện nay khoảng 7,6 lần. Tuy nhiên, đối với PET, hệ số P/E được chúng tôi điều chỉnh cao hơn mức trung bình khoảng 5% bởi hai nguyên nhân. Thứ nhất, PET là một trong những nhà phân phối hàng đầu về các SP CNTT, việc bắt tay hợp tác với Samsung càng giúp doanh nghiệp củng cố vị thế. Lý do thứ hai là sau kỳ tái cân đối danh mục lần 2 năm 2013, PET được thêm vào rổ chỉ số của FTSE ETF, phần nào làm tăng tính hấp dẫn cũng như thanh khoản cho cổ phiếu này. P/E tham chiếu cho PET được xác định khoảng 8 lần.

Trong phương pháp FCFF, chi phí sử dụng vốn bình quân (WACC) giai đoạn 2013 - 2017 là 13,2%, từ 2017 trở đi là 12,1%. Tốc độ tăng trưởng dài hạn của FCFF là 6,9%.

Mô hình định giá	Giá	Tỷ trọng	Bình quân
FCFF	25.026	50%	12.513
P/E	24.924	50%	12.462
<b>Giá bình quân</b>		<b>100%</b>	<b>24.975</b>

**Tổng hợp P/E các ngành tham chiếu**

Ngành	P/E
Hàng điện tử	6,25
Phân phối hàng chuyên dụng	8,92
<b>Trung bình</b>	<b>7,59</b>

Nguồn: Stox, RongViet Securities tổng hợp

**PHỤ LỤC**

Dvt: tỷ đồng

<b>KQ HĐKD</b>	<b>2010A</b>	<b>2011A</b>	<b>2012A</b>	<b>2013E</b>
Doanh thu thuần	9.854	10.321	10.154	11.856
Giá vốn	9.039	9.321	9.394	10.970
<b>Lãi gộp</b>	<b>815</b>	<b>999</b>	<b>760</b>	<b>886</b>
Chi phí bán hàng	259	238	201	237
Chi phí quản lý	213	226	218	255
<b>Lợi nhuận từ HĐKD</b>	<b>343</b>	<b>535</b>	<b>341</b>	<b>394</b>
Lợi nhuận từ HĐTC	-111	-217	-65	-49
Lợi nhuận khác	19	85	27	28
<b>EBIT</b>	<b>364</b>	<b>564</b>	<b>409</b>	<b>482</b>
<b>Lợi nhuận trước thuế</b>	<b>251</b>	<b>407</b>	<b>306</b>	<b>375</b>
Thuế TNDN	64	114	93	98
Lợi ích cổ đông thiểu số	0	7	25	58
<b>Lợi nhuận sau thuế</b>	<b>186</b>	<b>285</b>	<b>188</b>	<b>219</b>

<b>CHỈ SỐ TÀI CHÍNH</b>	<b>2010A</b>	<b>2011A</b>	<b>2012A</b>	<b>2013E</b>
<b>Tăng trưởng (%)</b>				
Doanh thu	33,6	4,7	-1,6	16,8
Lợi nhuận HĐKD	98,2	55,9	-36,3	15,7
EBIT	138,0	54,9	-27,4	17,7
Lợi nhuận trước thuế	63,8	62,3	-24,8	22,5
Lợi nhuận sau thuế	63,9	53,1	-34,2	16,4
Tổng tài sản	41,6	-6,2	3,8	11,0
Vốn chủ sở hữu	47,6	9,9	2,4	7,9
Tốc độ tăng trưởng nội tại	6,8	13,5	6,9	9,4
<b>Khả năng sinh lợi (%)</b>				
LN gộp / Doanh thu	8,3	9,7	7,5	7,5
LN HĐKD / Doanh thu	3,5	5,2	3,4	3,3
EBIT/ Doanh thu	3,9	5,8	4,4	4,3
LN TT/ Doanh thu	2,5	3,9	3,0	3,2
LN ST/ Doanh thu	4,3	6,9	4,4	4,6
ROA	15,9	20,8	13,6	15,2
ROIC or RONA	16,9	24,2	17,1	20,7
ROE				
<b>Hiệu quả hoạt động (lần)</b>	<b>8,0</b>	<b>7,1</b>	<b>7,8</b>	<b>9,1</b>
Vòng quay khoản phải thu	5,7	7,2	9,2	8,7
Vòng quay hàng tồn kho	6,7	7,2	6,7	6,4
Vòng quay khoản phải trả	12,7	13,0	16,6	19,3
Vòng quay TSCĐ	2,2	2,5	2,4	2,5
Vòng quay Tổng tài sản				
<b>Khả năng thanh toán (%)</b>	<b>1,13</b>	<b>1,24</b>	<b>1,30</b>	<b>1,25</b>
Hiện hành	0,63	0,75	0,93	0,87
Nhanh	0,17	0,14	0,40	0,38
Tiền mặt				
<b>Cấu trúc tài chính (%)</b>	<b>293,0</b>	<b>228,4</b>	<b>230,9</b>	<b>246,6</b>
Tổng nợ/ Vốn CSH	74,3	68,3	68,3	69,7
Tổng nợ / Tổng tài sản	165,4	114,6	114,2	119,5
Vay ngắn hạn / Vốn CSH	2,0	3,8	0,0	0,0
Vay dài hạn/ Vốn CSH	33,6	4,7	-1,6	16,8

Dvt: tỷ đồng

<b>BẢNG CĐKT</b>	<b>2010A</b>	<b>2011A</b>	<b>2012A</b>	<b>2013E</b>
Tiền	533	364	1.130	1.247
Đầu tư tài chính ngắn hạn	1	19	18	18
Các khoản phải thu	1.229	1.446	1.300	1.304
Tồn kho	1.598	1.292	1.024	1.262
Tài sản ngắn hạn khác	243	193	182	289
<b>TSLĐ &amp; Đầu tư ngắn hạn</b>	<b>3.604</b>	<b>3.314</b>	<b>3.654</b>	<b>4.120</b>
Tài sản cố định hữu hình	152	231	172	180
Nguyên giá	283	376	348	379
Khấu hao	-131	-145	-176	-199
Tài sản cố định vô hình	119	118	119	121
Nguyên giá	121	120	122	124
Khấu hao	-2	-2	-2	-3
Xây dựng cơ bản dở dang	8	25	17	20
Bất động sản đầu tư	0	0	0	0
Đầu tư tài chính dài hạn	136	156	38	36
Tài sản dài hạn khác	362	266	266	259
<b>TSCĐ và đầu tư dài hạn</b>	<b>1.047</b>	<b>1.145</b>	<b>905</b>	<b>917</b>
<b>TỔNG TÀI SẢN</b>	<b>4.652</b>	<b>4.459</b>	<b>4.558</b>	<b>5.038</b>

<b>Các khoản phải trả ngắn hạn</b>	<b>3.182</b>	<b>2.683</b>	<b>2.820</b>	<b>3.303</b>
Tiền hàng phải trả và ứng trước	1.023	966	1.147	1.338
Khoản phải trả ngắn hạn khác	333	327	255	364
Vay và nợ ngắn hạn	1.825	1.389	1.418	1.601
<b>Các khoản phải trả dài hạn</b>	<b>51</b>	<b>85</b>	<b>46</b>	<b>0</b>
Vay và nợ dài hạn	22	46	0	0
Khoản phải trả dài hạn khác	29	40	46	0
<b>Tổng nợ</b>	<b>3.233</b>	<b>2.768</b>	<b>2.866</b>	<b>3.303</b>
<b>Vốn chủ sở hữu</b>	<b>1.103</b>	<b>1.212</b>	<b>1.241</b>	<b>1.339</b>
Vốn đầu tư của CSH	698	698	698	698
Thặng dư vốn	128	128	128	161
Cổ phiếu ngân quỹ	-3	-9	-9	0
Lợi nhuận giữ lại	180	274	284	308
Quỹ đầu tư và phát triển	43	69	96	118
Quỹ dự phòng tài chính	1	1	1	54
Khác	21	34	43	0
<b>Nguồn kinh phí và quỹ khác</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>Nguồn vốn chủ sở hữu</b>	<b>1.103</b>	<b>1.212</b>	<b>1.241</b>	<b>1.339</b>
Lợi ích cổ đông thiểu số	15	74	89	94
<b>TỔNG NGUỒN VỐN</b>	<b>4.351</b>	<b>4.054</b>	<b>4.197</b>	<b>4.736</b>

<b>CHỈ SỐ CƠ BẢN</b>	<b>2010A</b>	<b>2011A</b>	<b>2012A</b>	<b>2013E</b>
SLCPDLH cuối năm (triệu cp)	69,842	69,842	69,842	69,842
Giá thị trường cuối năm(VND)	24.000	12.300	9.500	11.700
Lãi cơ bản trên cổ phiếu (VND)	3.548	4.086	2.689	3.129
Giá trị sổ sách (VND)	15.799	17.357	17.772	19.179
Cổ tức (tiền mặt) VND	1.600	1.800	1.600	1.700
P/E (x)	3,5	2,3	4,4	8,6
P/B (x)	0,8	0,5	0,7	1,3
Dividend Yield (%)	13,0%	18,9%	13,7%	6,6%

**LỊCH SỬ PHÂN TÍCH**

Ngày phát hành	Loại báo cáo	Khuyến nghị	Giá tại ngày phát hành	Giá định giá
15/12/2010	Báo cáo cập nhật	Nắm giữ	17.500	22.000

**BÁO CÁO PHÂN TÍCH CÔNG TY**

Báo cáo này được lập nhằm mục đích cung cấp cho nhà đầu tư một góc nhìn về doanh nghiệp và hỗ trợ nhà đầu tư trong việc ra các quyết định đầu tư. Báo cáo được lập trên cơ sở phân tích hoạt động của doanh nghiệp, dự phóng kết quả kinh doanh dựa trên những dữ liệu cập nhật nhất nhằm xác định giá trị hợp lý của cổ phiếu tại thời điểm phân tích. Người phân tích đã cố gắng chuyển tải đầy đủ những đánh giá và quan điểm của người phân tích về công ty vào báo cáo này. Nhà đầu tư mong muốn tìm hiểu thêm hoặc có ý kiến phản hồi, vui lòng liên lạc với người phân tích hoặc bộ phận hỗ trợ khách hàng của người phân tích.

**Các loại khuyến cáo**

- Khuyến cáo 'MUA': khi giá trị hợp lý được xác định cao hơn giá thị trường 15 - 20%.
- Khuyến cáo 'BÁN': khi giá trị hợp lý được xác định thấp hơn giá thị trường.
- Khuyến cáo 'NẮM GIỮ': là khuyến cáo trung lập, nhà đầu tư đang sở hữu cổ phiếu có thể tiếp tục nắm giữ hoặc xem xét bán chốt lời; nhà đầu tư chưa sở hữu cổ phiếu thì không mua hoặc xem xét chuẩn bị mua.
- Khung thời gian đầu tư: Các khuyến cáo Dài hạn, Trung hạn, Ngắn hạn tương ứng với khoảng thời gian lần lượt là trên 1 năm, từ 3 tháng đến 1 năm, và dưới 3 tháng.

**GIỚI THIỆU**

**CTCP Chứng Khoán Rong Việt** (viết tắt là RongViet Securities) được thành lập vào năm 2007, được phép thực hiện đầy đủ các nghiệp vụ chứng khoán gồm: môi giới, tự doanh, bảo lãnh phát hành, tư vấn tài chính và tư vấn đầu tư, lưu ký chứng khoán. Rong Viet Securities đã mở rộng mạng lưới hoạt động đến các thành phố lớn trên toàn quốc. Với thành phần cổ đông chiến lược cũng là đối tác lớn như Eximbank, Satra, CTCP Quản Lý Quỹ Việt Long,... cùng đội ngũ nhân viên chuyên nghiệp, năng động, Rong Viet Securities có tiềm lực về con người và tài chính để cung cấp cho khách hàng những sản phẩm – dịch vụ phù hợp và hiệu quả. Đặc biệt, Rong Viet Securities là một trong số ít các công ty chứng khoán đầu tiên quan tâm phát triển đội ngũ phân tích và ưu tiên nhiệm vụ cung cấp các báo cáo phân tích hỗ trợ thông tin hữu ích cho khách hàng.

**Phòng Phân Tích & Tư Vấn Đầu Tư** cung cấp các báo cáo về kinh tế vĩ mô và thị trường chứng khoán, về chiến lược đầu tư, các báo cáo phân tích ngành, phân tích công ty và các bản tin chứng khoán hàng ngày, hàng tuần.

**Hệ thống mạng lưới****Trụ sở chính**

Địa chỉ: Tầng 1-2-3-4 Tòa nhà Viet Dragon, 141 Nguyễn Du, P.Bến Thành, Q.1, Tp.HCM

Điện thoại: 84.8 6299 2006 Fax: 84.8 6291 7986

Website: [www.vdsc.com.vn](http://www.vdsc.com.vn)

**Chi nhánh Hà Nội**

74 Bà Triệu – Quận Hoàn Kiếm – Hà Nội

**Chi nhánh Nha Trang**

50Bis – Yersin – Tp.Nha Trang

**Chi nhánh Cần Thơ**

8 Phan Đình Phùng – TP. Cần Thơ

**TUYÊN BỐ MIỄN TRỪ**

Bản báo cáo này được chuẩn bị cho mục đích duy nhất là cung cấp thông tin và không nhằm đưa ra bất kỳ đề nghị hay hướng dẫn mua bán chứng khoán cụ thể nào. Các quan điểm và khuyến cáo được trình bày trong bản báo cáo này không tính đến sự khác biệt về mục tiêu, nhu cầu, chiến lược và hoàn cảnh cụ thể của từng nhà đầu tư. Ngoài ra, nhà đầu tư cũng ý thức có thể có các xung đột lợi ích ảnh hưởng đến tính khách quan của bản báo cáo này. Nhà đầu tư nên xem báo cáo này như một nguồn tham khảo khi đưa ra quyết định đầu tư và phải chịu toàn bộ trách nhiệm đối với quyết định đầu tư của chính mình. Rong Viet Securities tuyệt đối không chịu trách nhiệm đối với toàn bộ hay bất kỳ thiệt hại nào, hay sự kiện bị coi là thiệt hại, đối với việc sử dụng toàn bộ hoặc từng phần thông tin hay ý kiến nào của bản báo cáo này.

Toàn bộ các quan điểm thể hiện trong báo cáo này đều là quan điểm cá nhân của người phân tích. Không có bất kỳ một phần thu nhập nào của người phân tích liên quan trực tiếp hoặc gián tiếp đến các khuyến cáo hay quan điểm cụ thể trong bản báo cáo này.

Thông tin sử dụng trong báo cáo này được Rong Viet Securities thu thập từ những nguồn mà người phân tích cho là đáng tin cậy. Tuy nhiên, người phân tích không đảm bảo rằng những thông tin này là hoàn chỉnh hoặc chính xác. Các quan điểm và ước tính trong đánh giá của người phân tích có giá trị đến ngày ra báo cáo và có thể thay đổi mà không cần báo cáo trước.

Bản báo cáo này được giữ bản quyền và là tài sản của Rong Viet Securities. Mọi sự sao chép, chuyển giao hoặc sửa đổi trong bất kỳ trường hợp nào mà không có sự đồng ý của Rong Viet Securities đều trái luật. **Bản quyền thuộc Rong Viet Securities, 2013.**